



## Dollar: une hégémonie en péril? Le cas emblématique de l'Argentine.

Xavier Dupret

Mai 2023

83.145 signes

*Le yuan, la devise de la Chine populaire, est en train de gagner du terrain dans les échanges internationaux. Pendant ce temps, la nouvelle politique monétaire restrictive de la Fed provoque de fortes tensions sur les dettes en dollars d'un grand nombre de pays du Sud. C'est ainsi que l'Argentine se retrouve en bien mauvaise posture. Ce n'est, d'ailleurs, pas la première fois dans l'histoire mouvementée du pays. En revanche, ce qui est franchement inédit, c'est la tentative en cours de dédollarisation du commerce extérieur de Buenos Aires pour rompre avec la dépendance au billet vert. A moyen terme, il se pourrait que d'autres Etats également soient tentés par cette approche innovante. Il s'agit cependant d'un parcours semé d'embûches. Les Etats-Unis ne laisseront évidemment pas le dollar perdre son statut de référence sans réagir.*

*Données de base*

C'est un évènement qui n'a pas fait les gros titres de la presse généraliste hégémonique qui partage décidément avec la police la caractéristique de n'être jamais là quand on en a besoin.

Pourtant, il est important d'en tenir compte pour l'avenir. Il n'en est, en effet, pas anodin que le yuan soit devenu la monnaie la plus utilisée dans les transactions transfrontalières de Pékin avec ses voisins en dépassant le dollar. Ce fait constitue un aboutissement des efforts de Pékin visant à internationaliser l'usage du yuan. En mars 2023, ce dernier a été utilisé dans 48,4% de toutes les transactions transfrontalières de l'Empire du Milieu tandis que la part du dollar est parallèlement tombée à 46,7% (contre 48,6% en février). Cette tendance constitue un contraste avec la place encore limitée de la devise chinoise dans le commerce international. Les données présentées par l'intermédiaire financier SWIFT permettent d'établir que la part du yuan dans les transactions en devises au niveau mondial est passée à 4,5% en mars (et 83,71% pour le dollar)<sup>1</sup>.

La montée du yuan dans les relations commerciales transfrontalières de la Chine s'explique avant tout par l'utilisation massive de la devise chinoise dans les échanges de Pékin avec la Russie voisine. En effet, le volet financier des sanctions occidentales contre la Russie visait à couper cette dernière des flux financiers internationaux, comme en témoigne la rupture avec le réseau SWIFT qui affecte la quasi-totalité du système bancaire russe. C'était sans compter sur le développement de systèmes électroniques alternatifs de transaction tant en Russie qu'en Chine. Et c'est précisément l'émergence de ces plateformes autonomes qui explique les progrès du yuan dans les relations entre Moscou et Pékin. Le choix du yuan s'explique par le désir des grandes banques chinoises, qui utilisent le réseau SWIFT pour leurs transactions avec le reste du monde, de ne pas être sanctionnées. En effet, l'usage du billet vert (ou de l'euro) dans les transactions avec les banques russes les exposerait potentiellement à d'éventuelles mesures de rétorsion de la part des Occidentaux puisqu'en utilisant ces deux devises, les établissements chinois feraient le choix d'être soumis indirectement à la garantie finale de la Fed ou de la BCE, donc d'impliquer des acteurs états-uniens ou européens dans leurs échanges avec la Russie.

Procéder à des transactions en yuan constitue évidemment une protection majeure dans ces conditions. Cette opération est devenue possible à partir du moment où les Chinois et les Russes ont interconnecté leurs systèmes nationaux, précisément lorsque la guerre en Ukraine a éclaté. Un organe de presse diffusé dans le Sud global estimait, en effet, à cette époque que « les deux systèmes seraient prêts à être reliés, créant ainsi un écosystème financier russo-chinois indépendant. Toutefois, il reste à décider si le rouble ou le yuan chinois sera utilisé comme monnaie, ce qui pourrait donner lieu à d'âpres discussions (qui pourraient se terminer en faveur de la Chine) »<sup>2</sup>.

Le yuan ne pouvait, en réalité, que s'imposer comme monnaie de référence face au rouble, vu l'impressionnante différence de taille entre les deux économies. Alors que le PIB de la Russie équivalait, avant la guerre en Ukraine, à celui de l'Espagne, la Chine, pour sa part, peut déjà être considérée comme la première économie mondiale si l'on mesure le niveau de son PIB à parité de pouvoir d'achat avec les autres grandes puissances. Cette opération présente l'avantage méthodologique de tenir compte du fait qu'on réalise plus de choses avec un dollar

---

<sup>1</sup> Asia Financial, *Yuan Overtakes Dollar For 1st Time in China Cross-Border Trade*, 26 avril 2023.

<sup>2</sup> Témoignages (La Réunion), *L'exclusion du SWIFT : l'ultime sanction économique pourrait faire basculer le monde dans une autre ère*, 28 février 2022.

au fin fond des campagnes chinoises qu'à New York ou en Californie. Si on opte, en revanche, pour une mesure plus classique de la puissance économique (c'est-à-dire le PIB nominal), la Chine reste la deuxième puissance économique dans le monde. Cela dit, il est évident que depuis le début des années 1980, la progression de l'Empire du Milieu a été fulgurante.

Dans ces conditions, on ne peut que comprendre l'engouement dont bénéficie actuellement le yuan en Russie. Les Russes ont acheté pour 41,9 milliards de roubles de monnaie chinoise en mars de cette année, soit plus du triple des 11,6 milliards acquis en février<sup>3</sup>. En tout état de cause, plus l'économie russe développera sa coopération monétaire et financière avec la Chine, plus l'usage du yuan se généralisera en Russie. Symétriquement, plus la Chine s'affirmera comme puissance internationale, plus la politique de sanctions unilatérales des Etats-Unis constituera un danger pour la suprématie du billet vert lui-même.

L'utilisation du dollar comme arme financière remonte à la fin des années 1980, alors que la Guerre froide s'était terminée à l'avantage de l'Oncle Sam. A cette époque, les Etats-Unis détenaient clairement une position hyper-hégémonique. En coupant l'accès au dollar, les Etats-Unis pouvaient marginaliser les Etats qu'ils considéraient comme des « voyous » car fondamentalement réfractaires à une vision occidentalocentrée de l'ordre international. Aujourd'hui, ce leadership américain est, d'évidence, appelé à être de plus en plus partagé avec d'autres pôles de puissance. De ce point de vue, la part encore limitée (pour l'heure, du moins) du yuan dans le commerce international ne doit pas induire en erreur. L'architecture multipolaire de la puissance qui se met en place sous nos yeux, permettra à l'avenir à tout pays placé sur liste noire par Washington de disposer d'alternatives au dollar et aux réseaux financiers chapeautés par les USA. Les élites états-uniennes en sont, d'ailleurs, de plus en plus conscientes puisqu'il y a peu, Janet Yellen, secrétaire américaine au Trésor, estimait dans une interview accordée à la chaîne CNN qu'«il y a un risque quand on utilise des sanctions financières qui sont liées au rôle du dollar (...), qu'à terme cela puisse saper son hégémonie»<sup>4</sup>. On ne saurait être plus clair. De surcroît, au fur et à mesure que la production industrielle chinoise va monter en gamme (et c'est l'ambition de Pékin depuis, au moins, une dizaine d'années), la proportion du commerce international qui pourra être libellée en yuans va s'élargir.

Par conséquent, pour un pays du Sud global très chatouilleux sur la question de sa souveraineté et de ce fait, connaissant régulièrement des épisodes de tension avec Washington, cette perspective signifie que, même en cas de sanctions U.S, des politiques de modernisation de l'appareil de production, nécessitant l'importation de biens d'équipement produits à l'extérieur, pourront continuer à être mises en œuvre puisqu'il sera possible de s'adresser à des entreprises chinoises et de surcroît, des banques chinoises financeront (cette fois, en yuans et plus en dollars) l'opération. Une désoccidentalisation certaine du monde en

---

<sup>3</sup> Markets Insider, *Russia's economy is becoming more dependent on China as yuan purchases more than triple*, article mis en ligne le 11 avril 2023.

<sup>4</sup> La Tribune, *Etats-Unis : l'arme du dollar, les sanctions financières et l'hégémonie américaine*, édition mise en ligne du 16 avril 2023.

résultera. Cependant, gardons-nous bien de croire que les Etats-Unis aient dit leur dernier mot.

### *Du côté du roi dollar*

Afin de prendre la juste mesure des choses, on relèvera que le passage d'une monnaie de réserve à une autre prend toujours du temps. Autant le dire d'emblée, il faut catégoriquement rejeter l'hypothèse d'un déclassement radical du dollar à court terme. Au contraire, on peut davantage anticiper un long processus de retrait, comme ce fut, d'ailleurs, le cas pour la livre sterling dans le passé.

La livre fut, en effet, la première monnaie de réserve du monde jusque durant les années 1950, époque à laquelle elle fut supplantée par le dollar américain. En 1950, 55% des réserves en devises des banques centrales dans le monde étaient encore libellées en livres. Pourtant, l'économie américaine était déjà installée sur le toit du monde depuis la fin de la Première Guerre mondiale. C'est seulement dans les années 1960 que la part de la livre est passée à 30% (soit en deuxième position derrière le dollar) avant de plonger en-dessous de la barre des 15% à partir de 1970<sup>5</sup>. La raison de ce décalage a été imputée à une forme d'inertie par Paul Krugman, lequel a établi que « la livre sterling a disparu de la carte à la fin des années 1960 et au début des années 1970. Le fait impressionnant ici est sûrement l'inertie ; la livre sterling est restée la monnaie de premier rang pendant un demi-siècle après que la Grande-Bretagne eut cessé d'être la première puissance économique »<sup>6</sup>. Vu le fait que les avoirs des banques centrales du monde entier ont été placés en bons du Trésor US pour des maturités allant dans certains cas jusqu'à 10 ou 20 ans, on peut raisonnablement supposer que la perte d'influence du dollar ne se matérialisera que longtemps après que les États-Unis aient perdu leur statut de première puissance économique mondiale. Peut-être des éléments financiers similaires permettent-ils, d'ailleurs, d'expliquer, au moins en partie, la lenteur du processus qui conduisit au cours du XX<sup>ème</sup> siècle à ce que la livre sterling perde son statut de monnaie de réserve.

Un autre élément permettant d'anticiper, sur un plan, d'ailleurs, davantage conjoncturel que structurel, une longue période de résistance du dollar face à la relativisation de son statut de monnaie de réserve réside dans l'actuelle remontée des taux d'intérêt. Pour situer la brutalité de cette dernière, on mentionnera, par exemple, le fait qu'en un an, la Fed avait, en mai de cette année, augmenté ses taux directeurs à 10 reprises. De surcroît, en à peine douze mois, l'augmentation des taux (+4,75 points de pourcentage en intégrant la dernière remontée du 3 mai 2023) est la plus importante depuis 1987<sup>7</sup>. Dans ces conditions, une opération d'endettement (ou de renouvellement de la dette) en dollars aux conditions actuellement en

---

<sup>5</sup> Catherine R. Schenk, *Lessons from History* in Paola Subacchi and John Driffill, *Beyond the Dollar. Rethinking the International Monetary System*, A Chatham House Report, Royal Institute of International Affairs, March 2010, p.17.

<sup>6</sup> Paul R. Krugman, *The International Role of the Dollar. Theory and Prospect* in John F. Bilson and Richard C. Marston, *Exchange Rate Theory and Practice*, National Bureau of Economic Research Conference Report, 1984, p.269.

<sup>7</sup> Business Today, *U.S. Economy Slowdown Reflects Impact Of Fed's Aggressive Drive To Tame Inflation*, édition mise en ligne le 28 avril 2023.

vigueur sur les marchés s'avère nettement plus coûteuse qu'il y a cinq ans, quand les taux se situaient à un niveau plancher.

### *Tentative de retour de l'Oncle Sam*

Or, la plupart des gouvernements dans le monde sont endettés en dollars. Par conséquent, on peut anticiper de sérieuses pressions sur les finances publiques de certains pays particulièrement exposés à de gros volumes d'endettement. A ce propos, on mentionnera que la dette des PMA (les pays les moins avancés, c'est-à-dire les pays socio-économiquement les moins développés de la planète) a plus que quadruplé depuis une dizaine d'années pour atteindre un peu plus de 50 milliards de dollars. De nos jours, 54 pays sont au bord du défaut de paiement car la hausse des taux d'intérêt a pour conséquence un alourdissement certain de la charge de leur dette extérieure. Une majorité d'entre eux sont, d'ailleurs, des pays à très faibles revenus. Autrement dit, l'accroissement de la charge de la dette est de nature à enfermer ces Etats dans une spirale infernale d'appauvrissement<sup>8</sup>.

Prenons le cas de l'Argentine. Voici un pays dont les dettes publique et privée équivalent à 85% de son PIB. La partie de la dette brute libellée en devise étrangère (principalement le dollar) représentait 56,9% du PIB contre 28,1% pour la dette en peso, la devise nationale<sup>9</sup>. En 2020, l'Argentine a, une fois de plus, procédé à une restructuration de sa dette extérieure. Elle est donc coupée *de facto* des marchés financiers et ne peut désormais plus compter pour s'approvisionner en capitaux que sur son excédent commercial, ainsi que l'aide (pas complètement désintéressée, cela va de soi) du Fonds monétaire international (FMI).

Cette dernière reste toutefois conditionnée à l'application d'un plan de stabilisation des finances publiques. La dépréciation du peso exigée par le Fonds a permis de favoriser le commerce extérieur du pays tout en relançant l'inflation importée. Pour situer les choses d'un point de vue quantitatif, on se bornera à constater que le peso a perdu près de 90% de sa valeur face au dollar entre 2018 et 2023. Durant cette période, l'économie argentine a accumulé des surplus commerciaux, de l'ordre de 3% du PIB de 2018 à 2021. En revanche, l'an dernier, la balance commerciale du pays n'était plus positive qu'à hauteur de 1,5% du PIB. Cet affaïssement est essentiellement dû au fait que les perspectives du commerce extérieur étaient moins favorables en raison d'une croissance beaucoup plus faible du PIB mondial, du ralentissement de la Chine, qui a exercé un impact débilant sur les cours des matières premières, et également de la hausse des taux de la Fed.

En outre, le pays a connu une forte sécheresse qui l'a privé de revenus d'exportations<sup>10</sup>, sans compter que la guerre entre la Russie et l'Ukraine a fait perdre à la terre des *gauchos* des revenus pour 4,94 milliards de dollars en raison de l'explosion des prix de l'énergie et des

---

<sup>8</sup>Lars Jensen, *Avoiding 'Too Little Too Late' on International Debt Relief*, PNUD, New York, October 2022, p.20.

<sup>9</sup> República Argentina. Ministerio de Economía. Finanzas, Deuda bruta por moneda en porcentaje del PBI, 2022. Url : <https://www.argentina.gob.ar/economia/finanzas/graficos-deuda/deuda-bruta-por-moneda-en-porcentaje-del-pbi>. Date de consultation: 15 mai 2023.

<sup>10</sup> El Cronista, *Los únicos dólares: por qué el superávit comercial puede caer a la mitad en 2022*, édition mise en ligne du 24 janvier 2022.

coûts de fret<sup>11</sup>. Pour 2023, il convient également de signaler un maintien des tendances défavorables en ce qui concerne les finances publiques argentines en raison de la pire sécheresse depuis 60 ans dans un pays dont le commerce extérieur dépend très fortement des exportations agricoles (environ 45% des recettes d'exportation en 2022<sup>12</sup>). Le manque à gagner pour l'Argentine est énorme et pour tout dire potentiellement dévastateur. C'est ainsi que le gouvernement national estime qu'il perdra des recettes en 2023 pour un montant total de 19 milliards de dollars, c'est-à-dire 3% du PIB<sup>13</sup> de telle sorte que le pays ne parviendra plus du tout à s'autofinancer. Ces pressions sur les réserves de change ont vite fait de remettre le FMI au centre du jeu du politique à Buenos Aires. L'accord conclu avec le Fonds en mars de cette année par l'actuel président Alberto Fernández, représentant la frange centriste du péronisme au pouvoir, n'en finit d'ailleurs plus de se heurter à une profonde résistance de la part de la gauche et du mouvement social, y compris au sein de son propre gouvernement.

Depuis le *deal* conclu avec Buenos Aires, le FMI supervise, et de très (trop ?) près, la politique économique et monétaire de l'Argentine. C'est ainsi qu'un ajustement budgétaire rigoureux devra être programmé afin de ramener le déficit à un niveau de moins de 2% au cours de l'année 2023. En outre, l'émission monétaire sera sérieusement resserrée, réduisant l'autonomie du gouvernement pour ce qui est des outils classiques de la politique économique<sup>14</sup>.

A l'avenir, le sort de l'Argentine sera de plus en plus partagé par d'autres gouvernements du Sud qui ont collectivement fait face, l'année dernière, à une augmentation du service de leurs dettes de l'ordre de 10,9 milliards de dollars. Il y a trois ans, au moment de la pandémie, 62 pays en développement ont dépensé davantage pour rembourser leurs dettes que pour les soins de santé. Au cours des trois prochaines années, le service de la dette mobilisera plus de ressources encore, en raison de l'actuel resserrement de la politique monétaire opéré aux Etats-Unis. Cette année, 69 Etats à revenu faible ou intermédiaire devront affecter 62 milliards de dollars au service de leurs dettes publiques, soit une augmentation de 35% par rapport à 2021<sup>15</sup>. En fin de compte, « les marchés financiers sont devenus plus chers et plus difficiles d'accès depuis 2020. Quand plusieurs pays, dont le Ghana, y ont eu recours au début de la pandémie, aucun des Etats dits « frontière » (il s'agit de pays pauvres ayant un marché financier établi, mais dont la capitalisation boursière et la liquidité restent faibles. Ils représentent les deux tiers du produit intérieur brut régional en Afrique) n'est parvenu à se financer sur les marchés depuis le printemps 2022. Parmi eux, le Kenya, économie pourtant solide, a tenté d'émettre un bon d'un milliard de dollars en juin, avant d'abandonner en raison de coûts trop élevés »<sup>16</sup>.

---

<sup>11</sup> El Cronista, *La millonaria pérdida que le provocó a la Argentina la guerra entre Rusia y Ucrania*, édition mise en ligne du 24 février 2023.

<sup>12</sup> International Trade Centre, ITC Trade Map, List of products exported by Argentina, Exported value in 2022.

<sup>13</sup> Infobae, *Por la sequía, la Argentina tendrá pérdidas por USD 19.000 millones en 2023, equivalentes a 3 puntos del PBI*, édition mise en ligne le 9 mars 2023.

<sup>14</sup> *Ámbito Financiero*, *Los puntos de acuerdo con el FMI*, édition mise en ligne le 2 avril 2023.

<sup>15</sup> Financial Times, *World Bank warns of mounting debt burden for poorer countries*, 6 décembre 2022.

<sup>16</sup> Le Monde, *Le FMI s'alarme d'une chute des sources de financement de l'Afrique*, 17 avril 2023.

On notera aussi que si des pays financièrement solvables sont également touchés par cette difficulté d'accès au dollar, c'est parce que la crise en cours correspond également à de graves difficultés de liquidité. Celles-ci s'expliquent par les orientations profondément restrictives de la Fed se traduisant très concrètement par une diminution de la masse monétaire en circulation aux Etats-Unis, laquelle a baissé de 5,1% entre mars 2022 et mars 2023<sup>17</sup>. Il s'agit là d'une chute importante qui, à l'exception de la Grande Dépression, reste sans précédent dans l'histoire économique états-unienne. Les billets verts manquent donc sur des marchés aujourd'hui asséchés et des problèmes de refinancement apparaissent. Voilà pourquoi, d'ailleurs, le FMI effectue son grand retour un peu partout dans le monde. Que ce soit au Ghana, en Tunisie, en Egypte, au Cameroun ou au Pakistan, le Fonds se penche à nouveau au chevet des finances publiques mal en point du Sud. 250 milliards de dollars ont été prêtés par le FMI à l'été 2022. En fait, près de la moitié des Etats membres du Fonds, à savoir 93 sur 190, lui avaient déjà emprunté des capitaux à cette époque<sup>18</sup>.

Le casse-tête du financement extérieur des pays étroitement liés aux institutions financières occidentales contraste avec les possibilités qu'offre, *a contrario*, un approfondissement de la coopération dans le domaine avec la Chine. A l'heure où le FMI multiplie les plans d'encadrement des finances publiques, la nouvelle qui suit est, sans nul doute, de nature à renforcer la coopération du Sud global avec la Chine. Le jeudi 18 août 2022, le ministre chinois des Affaires étrangères, Wang Yi, a rendu publique la décision d'annulation de 23 prêts sans intérêt accordés à 17 pays africains entre 2000 et 2019. Le montant des prêts annulés ainsi que les noms des pays concernés n'ont pas été divulgués. A l'occasion de cette annonce, les autorités chinoises ont également fait savoir qu'elles assureraient la mise à disposition pour des PMA africains de 10 milliards de dollars de droits de tirages spéciaux (DTS)<sup>19</sup>.

En l'absence d'une grande initiative similaire de la part du Nord en matière d'annulation des dettes du Sud, on ne peut qu'anticiper un intérêt croissant dans cette partie du monde pour le bailleur chinois. De surcroît, passer par le dollar pour toute une série de pays, réticents à l'architecture des relations internationales promue depuis 30 ans par Washington, n'est pas complètement exempt de risques. Vu le recours systématique des Etats-Unis aux sanctions économiques et financières contre les pays récalcitrants, se tenir, peu ou prou, en marge de cette vision du monde équivaut pour un pays en développement à mettre en péril la stabilité de ses variables macroéconomiques. Par contraste, le respect inconditionnel de la souveraineté nationale et de l'autodétermination des peuples constituent le fondement de la doctrine de politique étrangère de Pékin. Ce facteur, couplé à la montée en gamme de l'économie chinoise, justifie pleinement les craintes de Janet Yellen quant à des perspectives de déclasserement du dollar. En effet, plus le niveau de valeur ajoutée des industries chinoises s'élèvera à l'avenir, plus le volume de marchandises susceptibles de faire l'objet d'un règlement en yuans pourra croître.

---

<sup>17</sup> Fed of Saint Louis, Masse monétaire M2, mars 2023. Url : <https://fred.stlouisfed.org/series/M2SL>. Date de consultation: 8 mai 2023.

<sup>18</sup> La Tribune, *Le FMI fait son grand retour sous la pression de la Chine*, édition du 30 juillet 2022.

<sup>19</sup> Agence Ecofin (Genève), *La Chine annonce l'annulation de 23 prêts accordés à 17 pays africains*, édition mise en ligne le 22 août 2022.

Ce scénario ne renvoie, d'ailleurs, pas nécessairement à des perspectives de très long terme. Au contraire, la littérature spécialisée a permis de mettre en évidence depuis des années un mouvement de hausse du ratio de la valeur ajoutée domestique dans les exportations de Pékin, s'expliquant notamment par une politique de substitution aux importations. Cette tendance a permis une amélioration de la position des productions chinoises dans les chaînes de valeur mondiales<sup>20</sup>. La crise de la Covid ne semble pas avoir modifié ces données. Par exemple, les expéditions à l'étranger de voitures fabriquées en Chine ont triplé depuis 2020 pour atteindre plus de 2,5 millions d'unités l'année dernière<sup>21</sup>. Un an plus tard, la Chine devenait le premier exportateur mondial d'automobiles devant le Japon<sup>22</sup>. On peut voir dans ces chiffres la confirmation d'une tendance à l'amélioration de la fiabilité des véhicules chinois. « À elle seule, la Chine représente ainsi un tiers de la production automobile mondiale et surpasse largement l'Europe toute entière, qui a vu son activité décliner de 1,6% avec 13,1 millions de voitures assemblées »<sup>23</sup>. Cette croissance de la production nationale va, d'ailleurs, de pair avec une éviction des constructeurs étrangers du marché intérieur chinois au fur et à mesure que le parc automobile s'électrifie.

Les marques étrangères, de BMW à Toyota, autrefois acteurs dominants de l'industrie automobile en Chine, connaissent une diminution importante de leurs parts de marché en raison d'une transition trop lente vers l'électrique. C'est ainsi que plus de 80% des voitures électriques vendues en Chine, l'année dernière, avaient été fabriquées par des constructeurs locaux. A l'automne 2022, ces derniers avaient dépassé les ventes des multinationales occidentales, qu'il s'agisse, cette fois, de modèles thermiques ou électriques<sup>24</sup>.

Le décollage qualitatif de l'industrie chinoise est donc bel et bien en train de se produire. Pour un pays du Sud désireux d'affirmer un modèle politique en opposition avec Washington, il s'agit là d'un facteur d'espoir puisque l'affirmation de valeurs sociopolitiques à rebours de l'ordre international hérité de la chute du Mur ne mettra plus nécessairement en péril des politiques de développement autocentrées. En effet, l'importation de biens d'équipement, vu la montée en gamme de la Chine, pourra avoir pour origine Pékin et ne nécessitera plus spécialement l'utilisation du dollar, donc l'exposition à des sanctions.

### *Heurs et malheurs de la dédollarisation*

On notera avec intérêt que la question du contournement du dollar commence à se poser de manière très concrète dans le commerce international. Evidemment, ce mouvement se heurte, comme on pouvait s'en douter, à des résistances.

---

<sup>20</sup> Yuwan Duan, Erik Dietzenbacher, X. M. Jiang, X.K. Chen & C.H. Yang, « Why has China's vertical specialization declined? » in *Economic Systems Research*, 30 :2, 2018, pp.178-200.

<sup>21</sup> Bloomberg, *How China Is Quietly Dominating the Global Car Market*, édition mise en ligne du 26 janvier 2023.

<sup>22</sup> Les Echos, *Comment la Chine a doublé le Japon pour devenir le premier exportateur automobile au monde*, édition mise en ligne du 24 mai 2023.

<sup>23</sup> L'Usine Nouvelle, *La Chine a tiré la croissance de la production automobile mondiale en 2022*, édition mise en ligne le 28 février 2023.

<sup>24</sup> New York Times, *China's Car Buyers Have Fallen Out of Love With Foreign Brands*, édition mise en ligne du 14 avril 2023.

Comme nous l'avons déjà vu, l'Argentine traverse une fois de plus une profonde crise de sa balance des paiements en lien avec sa position débitrice et le retour du FMI à Buenos Aires, que cette délicate conjoncture suscite, a initialement favorisé un rapprochement avec les Etats-Unis. A l'heure où ces lignes étaient écrites (mai 2023), l'actuel ministre de l'économie, Sergio Massa, péroniste bien connu pour ses positions très centristes, s'était déjà rendu à trois reprises aux Etats-Unis dans le cadre de missions officielles depuis sa nomination le 28 juillet 2022. Ces visites de courtoisie ne se sont évidemment pas limitées à des rencontres avec les dirigeants du FMI. Le secteur privé US était également de la partie et c'est ainsi qu'en septembre 2022, Massa s'est rendu à Houston pour rencontrer des dirigeants des firmes de Chevron, d'Exxon, Shell et Total mais aussi Rio Tinto, Livent (spécialisée dans l'exploitation du lithium dont l'Argentine est richement dotée) et Amazon. Bref, les ressources naturelles de l'Argentine et son capital humain, la main d'œuvre la mieux formée d'Amérique latine, intéressent donc du monde au sein des firmes transnationales anglo-saxonnes<sup>25</sup>. Les négociations avec le FMI placent l'Argentine en position de demandeuse face à une institution que les Etats-Unis contrôlent et le capital transnational états-unien (et plus largement anglo-saxon) entend en profiter. L'accès aux précieux dollars devra donc se payer au prix fort.

Le retour au pouvoir de la gauche au Brésil est pourtant venu contrarier ce scénario bien connu depuis de nombreuses décennies. C'est ainsi qu'en janvier de cette année, Luiz Inácio Lula da Silva, le président brésilien, évoquait la piste de la création d'une monnaie commune entre les deux géants sud-américains pour contourner le dollar. Naturellement, cette solution ne peut s'envisager que sur le long terme.

En effet, alors que le peso argentin semble ne rencontrer aucune limite dans sa descente aux enfers, le real brésilien se caractérise par une dynamique d'appréciation face au billet vert depuis la crise Covid. A la mi-mai 2020, un real valait, en effet, 0,15 dollar contre 0,20 trois ans plus tard. Autrement dit, si l'Argentine et le Brésil adoptaient une monnaie commune, le cours de cette dernière se situerait entre celui, actuellement élevé, du real et celui, autrement plus faible, du peso. Il en résulterait une perte dramatique de compétitivité pour l'économie argentine dont la nouvelle devise serait profondément surévaluée. Pour le Brésil, ce serait juste le cas de figure inverse.

On comprend mieux, dans ces conditions, que les projets de monnaie unique devront encore attendre tant la crise d'insolvabilité de l'Argentine s'avère problématique. Pour l'heure, les plans du Brésil pour sauver son grand voisin du sud correspondent donc davantage à des initiatives visant, d'une part, à mettre en œuvre une ligne de crédit permettant financer les entreprises brésiliennes qui exportent vers l'Argentine afin d'éviter l'utilisation du dollar, et, d'autre part, à mettre en relation l'Argentine avec la banque des BRICS dont l'activité est très dépendante des immenses réserves de change de la Chine (3.184 milliards de dollars en mars 2023<sup>26</sup>). On pointera également l'accord conclu en mai 2023 par Buenos Aires avec l'Empire du Milieu dans le but de permettre aux entreprises argentines de payer les importations

---

<sup>25</sup> Telam (agence de presse officielle de la République argentine), *Massa prepara su viaje a Washington y Houston para atraer inversiones, turismo y divisas*, édition mise en ligne du 25 août 2022.

<sup>26</sup> CEIC data, réserves de change de la Chine, mars 2023. Url : <https://www.ceicdata.com/en/indicator/foreign-exchange-reserves>. Date de consultation : 14 mai 2023.

chinoises en yuans Là encore, l'influence de la gauche brésilienne se fait sentir. En effet, le Brésil et la Chine ont convenu d'utiliser le yuan dans leur commerce bilatéral lors du séjour de Lula à Shanghai en avril 2023, soit un mois avant l'Argentine n'adopte une décision similaire<sup>27</sup>.

Pour expliquer cet alignement de l'Argentine sur le gouvernement de Lula, on mentionnera à titre explicatif que le Brésil représente la première destination pour les exportations de Buenos Aires. En 2022, le montant total des exportations argentines était de 88,268 milliards de dollars, dont 12,634 milliards avec le Brésil (et 7,924 milliards avec la Chine). Les Etats-Unis se classaient en troisième position derrière ces deux membres des BRICS avec un montant d'importations en provenance de l'Argentine de 6,667 milliards de dollars<sup>28</sup>. L'importance tant de la Chine que du Brésil dans le commerce extérieur de l'Argentine constitue un facteur permettant d'augurer d'une collaboration renforcée à l'avenir entre les Brics et Buenos Aires.

On évitera cependant de privilégier une lecture par trop unilatérale de cette séquence. Au printemps 2023, il n'était, en effet, en rien acquis que l'Argentine puisse bénéficier d'un prêt de la banque des Brics en raison du fait qu'elle n'était pas membre du club bien qu'elle ait introduit une demande d'adhésion formelle en avril 2023 et désire, par ailleurs, s'inscrire dans la dynamique des Routes de la Soie<sup>29</sup>. Ces interrogations quant à la capacité réelle à convenir avec Pékin d'une source de financement structurel alternative au dollar nourrissent de virulentes critiques de la part de la droite argentine, historiquement proche des Etats-Unis, en ces temps de nouvelle guerre froide entre Pékin et Washington. C'est ainsi que Javier Milei, le candidat de l'extrême-droite qui semblait, au printemps 2023, jouir d'une belle cote de popularité dans les sondages, a proposé un plan de dollarisation intégrale de l'économie argentine, comme c'est aujourd'hui le cas en Equateur, au Panama ou Salvador<sup>30</sup>.

La droite modérée, pour sa part, dispose déjà d'un *modus operandi* permettant de maintenir l'Argentine dans la zone d'influence du dollar. Cette recette fut appliquée lors de l'élection en 2015 du président de droite, Mauricio Macri.

Il s'agissait de détourner de son but initial le schéma de *currency swap* conclu auparavant entre l'Argentine de Cristina Fernández de Kirchner et la Chine. Pour plus de détails techniques, on définira le *currency swap* comme un accord entre deux banques centrales leur permettant de s'échanger leurs devises respectives pour un certain montant pendant une période prédéterminée moyennant un taux d'intérêt.

Dans le cas de l'Argentine et de la Chine, un *swap* a été conclu en 2013. Il portait, à l'origine, sur un volume équivalent à 11 milliards de dollars à échanger entre la Banque Centrale de la

---

<sup>27</sup> *Ámbito Financiero*, *Cómo es el plan de Lula Da Silva para que los BRICS auxilien a la Argentina*, édition mise en ligne du 2 mai 2023.

<sup>28</sup> International Trade Centre, ITC Trade Map, list of importing markets for a product exported by Argentina (2022). Date de consultation : 14 mai 2023.

<sup>29</sup> Buenos Aires Herald, *Argentina seeks BRICS entry with China and Brazil meetings*, édition mise en ligne du 23 avril 2023.

<sup>30</sup> Le Monde, *En Argentine, un candidat ultralibéral bouscule la campagne présidentielle*, édition mise en ligne du 19 avril 2023.

République argentine (BCRA) et la Banque Populaire de Chine (BPC)<sup>31</sup>. Il est toujours en vigueur aujourd'hui et porte sur l'équivalent de 23 milliards de dollars<sup>32</sup> (dont 5 milliards convertibles en dollars pour lutter contre la dépréciation du peso<sup>33</sup>).

Lorsque cet accord a vu le jour, l'Argentine connaissait de graves difficultés du côté de ses réserves de change. Il était clair que les yuans ainsi mis à sa disposition devaient permettre à Buenos Aires de compter sur un volant de liquidités face à la détérioration de sa balance des paiements. On devine bien que la partie chinoise n'était, pour sa part, guère demandeuse de détenir des pesos argentins en crise structurelle face au billet vert. En novembre 2015, suite à l'élection de Mauricio Macri à la tête du pays, le *currency swap* conclu avec la BPC a, d'entrée de jeu, fait l'objet de tentatives de démantèlement. Par exemple, en décembre 2015, la nouvelle direction de la banque centrale a cherché à convertir les yuans mis à disposition en dollars. Au total, elle n'a pu convertir qu'à peine 27% des ressources fournies par le *swap*, soit 3,086 milliards de dollars<sup>34</sup>.

On soulignera qu'à la base de cette décision, on retrouve, avant tout, le légalisme de la partie chinoise, un réflexe bien compréhensible, d'ailleurs, de la part d'un Etat soucieux soigner la qualité de sa signature sur les marchés afin de permettre l'internationalisation de sa devise. En effet, un an auparavant, l'accord bilatéral de transfert de devises conclu entre la BPC et la BCRA en juillet 2014 avait prévu cinq opérations destinées convertir en dollars américains un total de 20 milliards de yuan (c'est-à-dire un peu plus de 3 milliards de dollars au taux de change de l'époque).

Aujourd'hui, une telle opération semble plus difficile à réaliser car le dollar est devenu un peu moins central dans le commerce extérieur de l'Argentine puisque comme nous l'avons vu, le yuan commence à s'affirmer dans les relations bilatérales entre Buenos Aires et Pékin. Un accord s'est, d'ailleurs, concrétisé en 2023 selon lequel la BPC laisse à la disposition de la BCRA l'équivalent en yuans de 1,717 milliards de dollars pour effectuer des importations en provenance de l'Empire du Milieu (1,081 milliard de dollars US en avril et 636 millions en mai)<sup>35</sup>.

Certes, on remarquera la place encore limitée du yuan dans le commerce bilatéral de l'Argentine avec la Chine (ce dernier représentait 12 milliards de dollars en 2021) mais il est incontestable que la patrie de Gardel s'est engagée sur la voie de la dédollarisation. On notera également que cette transition se produit au moment où le modèle économique argentin penche vers des formes drastiques de contrôle des changes, proches du modèle chinois en la matière. Cette modification s'explique par des facteurs à la fois idéologiques et économiques. D'une part, le péronisme de centre-gauche, depuis le début du siècle, s'oppose, en effet,

---

<sup>31</sup> Página/12, *Tai Chi Swap*, édition mise en ligne du 7 septembre 2014.

<sup>32</sup> Bloomberg, *Argentina Taps China Swap Line for Imports as Peso Drops*, édition mise en ligne du 26 avril 2023.

<sup>33</sup> InfoBAE, *El Gobierno contará desde este lunes con USD 5.000 millones para libre disponibilidad del swap con China*, édition mise en ligne du 8 janvier 2023.

<sup>34</sup> La Nación, *El Banco Central logró convertir a dólares 3086 millones del swap con China*, édition du 22 décembre 2015.

<sup>35</sup> Clarín, *El Gobierno autorizó importaciones para pagar en yuanes por US\$ 1.717 millones*, édition mise en ligne du 17 mai 2023.

frontalement aux modèles néolibéraux de gouvernance prônés par les institutions financières internationales. D'autre part, la pénurie de devises est telle à Buenos Aires que de nombreux opérateurs n'ont plus du tout accès au dollar. Or, nécessité fait loi.

Vu la crise de la dette qu'implique la remontée des taux décidée par la Fed, on peut supposer qu'une chasse similaire aux dollars va se produire dans bon nombre de pays du Sud. Comme dans le cas argentin, la question de la dédollarisation du commerce extérieur avec la Chine pourra se poser légitimement. A Buenos Aires, la droite conservatrice pro-US n'a cependant pas encore dit son dernier mot. C'est ainsi que la thèse de la dollarisation intégrale a fini par quitter les marges de l'*underground* fascisant et a commencé à contaminer des pans entiers de la droite classique.

### *Parcours détaillé d'une internationalisation*

Plus globalement, si le ton se durcit encore dans les mois qui viennent entre Washington et Pékin, on peut concevoir sans trop de difficultés que les Etats-Unis pourraient être tentés d'instrumentaliser politiquement l'accès à l'aide du FMI pour contrer la progression du yuan dans le monde. Par exemple, en faisant pression pour qu'un grand nombre de pays qui ont conclu des *currency swaps* avec Pékin activent ces derniers et fassent défaut sur la dette en yuans qui résulterait de cette décision.

Les yuans ainsi obtenus pourront alors être échangés sur les marchés de manière à ce que la devise chinoise s'affaiblisse face au billet vert. Il faut, en effet, ne jamais oublier que si les yuans qui circulent en Chine (on parle alors de *yuans onshore*) continentale font l'objet d'un sévère contrôle des changes, la valeur de ceux que l'on trouve à l'extérieur (*yuans offshore*) est, quant à elle, déterminée par le libre jeu de l'offre et de la demande. Les lieux d'échange des yuans *offshore* se trouvent encore principalement en Asie (Singapour, Corée, Hong Kong)<sup>36</sup>.

En tout état de cause, le FMI a déjà prévenu Washington de ce que les sanctions contre la Russie constituent un risque pour l'hégémonie du dollar<sup>37</sup>. Les grandes manœuvres ne font donc sans doute que commencer. Voilà pourquoi il faut s'intéresser de près aux mécanismes d'échange de devises mis en place par la Chine dans le monde. Certes, les développements qui vont suivre seront un peu techniques mais comme le diable se cache dans les détails, il est essentiel de saisir les dessous de la stratégie de l'internationalisation du yuan par la Chine. En consultant les ressources disponibles sur le sujet, on peut, d'ores et déjà, prouver que les accords dans le domaine monétaire entre la Chine et le reste du monde se sont multipliés depuis une petite dizaine d'années.

Par exemple, en 2014, les autorités chinoises avaient, comme le montre le tableau qui suit, conclu 23 accords de swap de devises avec le reste du monde, parmi lesquels des acteurs majeurs (par exemple, le Brésil, le Royaume-Uni et l'Union européenne). En septembre 2014, le dernier pays à avoir adhéré à un *currency swap* avec la Chine était l'Argentine.

---

<sup>36</sup> Torsten Ehlert, Frank Packer and Feng Zhu, *The changing landscape of renminbi offshore and onshore markets*, BIS Quarterly Review, December 2016.

<sup>37</sup> Financial Times, *Russia sanctions threaten to erode dollar dominance*, édition du 30 mars 2022.

Banco Central (país)	Fecha del acuerdo	Novedad	Monto (en miles de millones) Renminbi (CNY)	Estado actual
<u>2014</u>				
Argentina	18/07/2014	nuevo acuerdo	70,0	vigente
<u>2013</u>				
Unión Europea	09/10/2013	nuevo acuerdo	350,0	vigente
Indonesia	01/10/2013	renovación de acuerdo	100,0	vigente
Islandia	Sep-2013	renovación de acuerdo	3,5	vigente
Albania	12/09/2013	nuevo acuerdo	2,0	vigente
Hungría	09/09/2013	nuevo acuerdo	10,0	vigente
Reino Unido	22/06/2013	nuevo acuerdo	200,0	vigente
Brasil	26/03/2013	nuevo acuerdo	190,0	vigente
Singapur	07/03/2013	renovación de acuerdo	300,0	vigente
<u>2012</u>				
Ucrania	27/06/2012	nuevo acuerdo	15,0	vigente
Australia	22/03/2012	nuevo acuerdo	200,0	vigente
Mongolia	20/03/2012	aumento de monto	10,0	vigente
Turquía	21/02/2012	nuevo acuerdo	10,0	vigente
Malasia	08/02/2012	renovación de acuerdo	180,0	vigente
Emiratos Arabes	17/01/2012	nuevo acuerdo	35,0	vigente
<u>2011</u>				
Pakistán	23/12/2011	nuevo acuerdo	10,0	vigente
Tailandia	22/12/2011	nuevo acuerdo	70,0	vigente
Hong Kong	22/11/2011	renovación de acuerdo	400,0	vigente
Corea del Sur	26/10/2011	renovación de acuerdo	360,0	vigente
Kazakhstan	13/06/2011	nuevo acuerdo	7,0	vigente
Mongolia	06/05/2011	nuevo acuerdo	5,0	vigente
Uzbekistan	19/04/2011	nuevo acuerdo	0,7	vigente
Nueva Zelanda	18/04/2011	nuevo acuerdo	25,0	vigente

Source : Néstor Restivo, Página/12 (Argentine), Tai Chi Swap, édition mise en ligne du 7 septembre 2014.

Le tableau qui précède permet de constater que les premiers currency swaps qui ont été conclus en avril 2011 par la Chine concernaient surtout des pays asiatiques (Corée du Sud, Hong Kong, Malaisie, Mongolie, Indonésie, Singapour) et d'Océanie (Nouvelle-Zélande et Australie). La chose est somme toute logique puisque l'internationalisation du yuan s'est d'abord produite avec les voisins proches de l'Empire du Milieu.

En effet, à la base, la politique de diffusion du yuan a eu comme prédécesseur l'initiative de Chiang Mai, soit un accord de mise en commun de réserves conclu en 2010 entre la Chine, la Corée du Sud, le Japon et les Etats membres de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN, c'est-à-dire Brunei, le Cambodge, l'Indonésie, le Laos, la Malaisie, le Myanmar, les Philippines, Singapour, la Thaïlande et le Vietnam), permettant de solidariser des réserves (libellées en dollars) pour faire face à des crises impliquant d'importantes fuites de capitaux comme celle qui s'était produite lors de la crise asiatique de juillet 1997 à février 1998. L'importance de la Chine dans ce dispositif est à relever, vu le niveau plus important des réserves chinoises. Pour ces pays, on signalait, en 2014, des renouvellements d'accord

(*renovación de acuerdo* dans le tableau qui précède et rédigé en espagnol) plutôt que des nouveaux accords. C'est là un signe somme toute assez tangible de ce que le yuan avait déjà commencé à cette époque à faire partie du paysage monétaire en Extrême-Orient. On notera toutefois qu'à cette époque, tous les pays participant à l'initiative de Chiang Mai n'étaient pas nécessairement liés par un *currency swap* avec la Chine. C'était notamment le cas du Japon.

Pour le surplus, on peut constater que tous les accords étaient d'application (*vigente* en espagnol). On ne notait donc pas de cas à l'époque où un pays avait décidé de revoir à la baisse cette proximité monétaire et financière avec la Chine. Le yuan était donc perçu comme une monnaie d'avenir. D'un point de vue quantitatif, on peut également repérer que 2.553,2 milliards de yuans (soit 358,387 milliards de dollars selon le taux de change en vigueur le 30 mai 2023) étaient impliqués par ces dispositifs entre banques centrales.

Où en sommes-nous aujourd'hui? En décembre 2021, les choses se présentaient comme suit. 33 pays étaient couverts par des *currency swaps* pour un montant total de 3.379,5 milliards de yuans (soit 474,373 milliards de dollars selon le cours du 30 mai 2023). On signalera donc une progression de l'ordre de 32% entre 2015 et 2021. Des géants économiques (dont certains en devenir) avaient adhéré à ce projet d'internationalisation du yuan, parmi lesquels le Japon, le Nigeria et la Russie<sup>38</sup>. C'est là un signe indéniable de progression dans l'internationalisation de la devise chinoise. Il est vrai que depuis 2014, un fait considérable s'est produit: 130 septembre 2016, le FMI intégrait le yuan dans son panier de devises de référence, ce qui veut dire que le yuan était adoubé en tant que monnaie sur laquelle repose le commerce international.

On mesurera le chemin parcouru par la Chine depuis l'ouverture économique à la fin des années 1970 puisqu'en réalité, on compte en tout et pour tout, quatre autres devises de ce type depuis l'adoption de la monnaie unique européenne. Il s'agit du dollar, de la livre sterling, de l'euro et du yen. Dans ces conditions, on comprend mieux le succès grandissant du yuan. On notera toutefois qu'en 2021, le Brésil bolosnariste avait tourné le dos à la coopération monétaire avec la Chine. On perçoit tout de suite mieux la dimension de rapprochement avec Washington qu'ont revêtu les procès intentés contre Lula et Dilma Rousseff puisque le Brésil avait convenu, en 2013 alors que Dilma Rousseff était présidente, d'un *currency swap* avec Pékin pour un montant de 60 milliards de yuans (30 milliards de dollars au taux de change en vigueur à l'époque)<sup>39</sup>. A propos d'alignement du gouvernement de Bolsonaro sur celui des Etats-Unis, on remarquera que Washington, contrairement aux Européens, n'a jamais conclu de *currency swap* avec Pékin.

Depuis le retour aux affaires du Parti des travailleurs (en portugais: Partido dos Trabalhadores, PT) suite à la réélection de Lula en janvier 2013, l'heure est à nouveau au rapprochement des politiques monétaires avec la Chine continentale. C'est ainsi qu'au début de cette année, les banques centrales du Brésil et de la Chine ont convenu d'un nouveau swap

---

<sup>38</sup> FMI, Hector Perez-Saiz and Longmei Zhang, *Renminbi Usage in CrossBorder Payments: Regional Patterns and the Role of Swap Lines and Offshore Clearing Banks*, Working paper 23/77, mars 2023, Annex II. List of Swap Lines, p.18.

<sup>39</sup> Financial Times, *Brazil and China agree currency swap*, édition mise en ligne du 26 mars 2013.

de devises entre le real et le yuan pour un montant de 190 milliards de yuans (soit 60 milliards de reais). Au total, on compte aujourd'hui des swaps entre la Chine et le monde pour un montant équivalent à 3.589,19milliards de yuans. Essayons de voir à présent quel pourrait être l'impact d'une tentative de déstabilisation du cours du yuan *offshore* via l'activation des *currency swaps* conclus avec la Chine. On estime aujourd'hui que les dépôts en yuans dits offshore dans le monde sont équivalents à 0,55% de la masse monétaire intérieure (M2) de la Chine continentale<sup>40</sup>. Pour rappel, cette dernière s'élevait à 280.850 milliards de yuans en avril 2023. Autrement dit, il y avait 1.545 milliards yuans *offshore* en circulation, c'est-à-dire 217 milliards de dollars. Il suffit que quelques swaps un peu importants de l'ordre d'à peine 300 milliards de yuans (c'est-à-dire moins de 10% du total des swaps conclus) soient activés puis répartis sur les marchés pour créer un mouvement de dépréciation du yuan offshore. Tant que le dollar restera rare et cher sur les marchés, cette stratégie peut s'avérer problématique pour l'internationalisation de la devise chinoise.

### *Perspectives*

Cela dit, il ne faut pas non plus exagérer la puissance de feu des Occidentaux dans le cadre de ce que l'on appelle déjà la Guerre Froide 2.0. Cette dernière doit avant tout être appréhendée comme correspondant principalement à une rivalité technologique et militaire opposant un bloc regroupé autour des Etats-Unis face à la Chine et les puissances révisionnistes (Iran, Russie, Corée du Nord) désireuses de remettre en cause le monopole d'influence dont a hérité Washington après la Chute du Mur<sup>41</sup>.

De ce point de vue, on ne peut guère dire que le « camp occidental » aborde avantageusement cette compétition géopolitique d'un genre nouveau. En effet, la conjoncture économique actuelle est tant en Europe occidentale qu'aux Etats-Unis marquée par un regain d'inflation et des perspectives moroses du côté de la croissance. Cette conjonction d'atonie de la dynamique d'accumulation couplée à de fortes pressions inflationnistes est qualifiée de « stagflation » dans le jargon des macroéconomistes.

Force est, à ce propos, de constater que la question de la disparition des gains de productivité tant en Europe (depuis 2018) qu'aux Etats-Unis (depuis 2021) nourrissent des tendances qui ne peuvent que contribuer à la montée de l'inflation d'une part et la hausse du niveau général du prix. Le raisonnement est le suivant. En l'absence de gains de productivité, les employeurs se trouvent dans l'obligation d'embaucher davantage de travailleurs par unité d'output produite qu'il y a de cela 5 ou 10 ans. En ces temps de manifestation du *papy boom*, cette caractéristique amplifie les tensions sur un marché de l'emploi et contribue à faire grimper le prix de vente de la force de travail. De surcroît, la productivité stagnante nourrit

---

<sup>40</sup> Muneeb Jan, *The Rise of the Renminbi: Hong Kong's Role as an Offshore RMB Hub*, 29 avril 2021, Url: <https://thechinaguys.com/the-rise-of-the-renminbi-hong-kongs-role-as-an-offshore-rmb-hub/>. Date de consultation: 31 mai 2023.

<sup>41</sup> Roubini, Nouriel, *Megathreats. The tend trends that imperil our future, and how to survive them*, John Murray Publishers, London, 2022, pp.189-215.

mécaniquement une tendance à la stagnation de la croissance, faute de dynamisme continu porteur de valeur ajoutée, dans la mise en œuvre de la production<sup>42</sup>.

Ces tendances, pour l'heure stagflationnistes, sont combattues via un mouvement d'augmentation continue des taux d'intérêt. Cette politique monétaire initiée aux Etats-Unis a été imitée en Europe. Le coût de l'argent s'est alourdi au cours des derniers mois au point, par exemple, qu'en un an entre le premier trimestre de 2022 et 2023, on a vu le nombre de crédit hypothécaire être divisé par deux en Belgique. Il est vrai que l'année dernière, il était possible d'emprunter à taux fixe sur 20 ans avec un intérêt oscillant entre 1,5 et 1,7%. Aujourd'hui, ce type de prêt est grevé d'un intérêt de 5%. Il s'agit là indéniablement d'un frein important. A un niveau plus global, on retrouve les mêmes tendances à l'œuvre. C'est ainsi qu'aux Etats-Unis, le marché immobilier a battu record sur record depuis la stabilisation des prix de 2012 après la purge dans le secteur qu'a représenté la Grande Récession (2007-2009), alors que les plans d'assouplissement quantitatif et les mouvements de baisse du taux directeur de la Fed se succédaient à intervalle régulier, conduisant les taux hypothécaires à plonger à des niveaux historiquement bas. De ce fait, les prix des maisons ont atteint des sommets. Depuis la politique de resserrement quantitatif, le marché immobilier américain ralentit assez sensiblement.

De janvier à avril 2023, le prix des maisons a baissé d'une année sur l'autre pendant trois mois consécutifs, la baisse de février constitue une première depuis une bonne décennie. Il s'agit là d'un signe qui, fort logiquement, inquiète les professionnels du secteur outre-Atlantique. En effet, la récession observable sur le marché n'est sans doute pas encore terminée puisque les conditions d'octroi de prêts continuent à se durcir. Habituellement, lorsque la situation économique est moins porteuse, on retrouve classiquement une majorité de ménages américains qui continue à estimer qu'il est intéressant d'acheter une maison, et ce depuis les années 70. Par exemple, au plus fort de la Grande Récession de 2007-2009, lorsque les banques étaient menacées de faillite au plus fort de l'automne 2008, on trouvait encore 53% des ménages qui entrevoyaient positivement le fait d'investir dans l'immobilier. En pleine crise du coronavirus, on retrouvait une situation identique avec 51% de ménages positifs quant à l'acquisition d'une nouvelle demeure. La situation a complètement changé depuis la remontée brutale des taux. En 2022, seuls 30% des ménages US croyaient encore dans le marché immobilier de leur pays. Ce chiffre est récemment tombé à 21% au cours du premier trimestre de cette année<sup>43</sup>.

En réalité, tout se passe comme si le marché immobilier US allait connaître une longue atonie puisqu'à côté d'une demande faible, on ne retrouve pas non plus de mouvements de vente massifs, contrairement à la configuration de 2007-2009 qui avait vu les cessions se multiplier avec à la clé une importante baisse des prix. En effet, vu l'augmentation du niveau des taux, les ménages qui ont acquis un bien au cours du boom immobilier des années 2011-2022 sont

---

<sup>42</sup> Natixis, *Un environnement stagflationniste, aux États-Unis et encore plus dans la zone euro*, Flash Economie, n°302, édition mise en ligne du 23 mai 2023.

<sup>43</sup> Gallup's annual Economy and Personal Finance poll, April 3-25 2023, Url: <https://news.gallup.com/poll/505901/views-housing-market-reach-new-depths.aspx>. Date de consultation : 11 juin 2023.

peu enclins à se séparer d'un bien comportant d'aussi bonnes conditions de crédit, correspondant dans bien des cas à un taux d'intérêt réel négatif.

De manière plus décisive à un strict niveau macroéconomique, l'actuelle politique de remontée des taux amplifiant l'impact de la stagnation des gains de productivité conduit à anticiper un scénario récessif tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Ce n'est évidemment pas une configuration qui renforce l'attractivité de l'Occident en tant que pôle de pouvoir dans le monde d'aujourd'hui. En ce qui concerne l'Oncle Sam, on pouvait en tout état de cause, pointer, à l'heure où ces lignes étaient produites, la montée d'un risque de récession. Alors que le début du ralentissement est, pour l'heure, repoussé, grâce aux effets persistants, mais en diminution constante bien sûr plus le temps passe, des fonds de relance post-Covid, on rappellera, à toutes fins utiles, qu'une hirondelle ne fait pas le printemps et que l'actuelle accalmie pourrait bien n'être que temporaire. En effet, cours des précédents cycles de hausse des taux si l'on remonte au début des années 1980, les récessions démarrent en moyenne 13 mois après la dernière hausse décidée par la Fed.

Les secteurs qui risquent de plomber l'économie US sont les suivants : les banques régionales, l'immobilier commercial et les émetteurs d'obligations hautement spéculatives (*junk bonds* dans le jargon). En ce qui concerne les banques régionales, chacun garde en mémoire la faillite de Silicon Valley Bank en mars de cette année et par ricochet, celle du Crédit Suisse. Cette vague de tensions sur le capital bancaire s'est accompagnée, comme c'est classiquement le cas, d'un épisode de gel du crédit (*credit crunch*) selon un mécanisme bien connu de perte de confiance affectant le crédit interbancaire. A rebours du bruit de fond politico-médiatique entretenu par les média de masse hégémoniques, la presse économique spécialisée pointe de plus en plus clairement le risque d'un *credit crunch* aux Etats-Unis. C'est notamment le cas du Financial Times qui, tout en anticipant la continuation de la politique restrictive de la Fed, entrevoit assez clairement la possibilité d'une aggravation du risque de gel du crédit outre-Atlantique<sup>44</sup>. Et pour cause, l'économie américaine vit dans la hantise d'un effondrement du marché immobilier commercial en raison d'une dette hypothécaire commerciale de 1.500 milliard de dollars (échéance 2025) clairement impayable en raison de coûts d'emprunt plus élevés, de conditions de crédit plus strictes et plus accessoirement d'une baisse de la valeur vénale de l'immobilier de bureau en lien avec la montée du travail à distance. Tout récemment, Fitch Ratings estimait que 35% des prêts hypothécaires commerciaux arrivant à échéance entre avril et décembre 2023 ne seront pas refinancés. De ce fait, l'automne 2023 ainsi que l'hiver 2024 verront les valorisations des immeubles de bureaux et de commerce chuter de près de 40% sur le marché américain<sup>45</sup>.

En effet, la hausse des taux d'intérêt actuellement en cours rend évidemment plus difficile le refinancement de cet impressionnant volume de dette au point que Bob Michele, responsable de l'unité obligations de JPMorgan Chase, a lancé, au début de l'été, un avertissement constituant un démenti aux thèses rassuristes pro-marché des grands média en statuant sans ambages ni fioritures que « le rebond actuellement constatable sur le marché des actions lui

---

<sup>44</sup> Financial Times, *Traders raise bets on higher US interest rates*, édition mise en ligne du 8 juin 2023.

<sup>45</sup> Bloomberg, *A \$1.5 Trillion Wall of Debt Is Looming for US Commercial Properties*, 8 avril 2023.

rappelait énormément la période qui s'est écoulée entre mars et juin 2008 »<sup>46</sup>. En tout état de cause, l'immobilier commercial représentait, en mars de cette année, 4% du PIB états-unien, c'est-à-dire exactement la même chose que les prêts subprimes en 2008. Cela dit, ce seul critère quantitatif ne permet pas à lui seul de déterminer l'impact macroéconomique d'une crise de la dette de l'immobilier commercial sur l'économie mondiale. En tout état de cause, si ces dettes ont été titrisées, leur dissémination dans des structures bilantaires extérieures posera un problème d'envergure au capital financier.

Pour s'en convaincre, il faut impérativement tenir compte du fait que la finance de l'ombre représentait, en 2019, 14% de l'ensemble des actifs financiers mondiaux sous gestion<sup>47</sup>. La montée de la titrisation depuis les années 1980 a conduit à ce que le *shadow banking* se développe, avant comme après la crise de 2008. La chose était d'ailleurs inévitable. La poussée réglementaire consécutive à la crise de 2008 a surtout visé à renforcer les fonds propres des banques pour leur permettre de faire face aux risques induits par la pratique précisément de la titrisation, laquelle ne pouvait être remise frontalement en cause après la Grande récession (2007-2009) puisqu'il s'agit du mécanisme central sur lequel repose la libéralisation financière, c'est-à-dire la facilitation de l'octroi de crédits par le système financier *sensu lato*. Or, la titrisation ne peut fonctionner qu'en dehors des cadres réglementaires classiques puisque ces derniers visent essentiellement à limiter le poids de la dette des structures assurant le financement global de l'économie.

A ce propos, il était donc particulièrement peu judicieux de porter en 2008, spécialement dans la sphère altermondialiste, le mot d'ordre de régulation du secteur financier dans l'espoir de réduire le rôle de la finance de l'ombre tant cette dernière s'avère consubstantielle au fonctionnement des marchés financiers contemporains. A l'époque (comme aujourd'hui, d'ailleurs), revendiquer la démarchandisation de la finance et la constitution de grands pôles publics bancaires socialisés eût été plus cohérent du point de vue de la logique formelle avec l'exigence de révision à la baisse du pouvoir actionnarial dans la conduite des entreprises. En effet, sans la démultiplication du crédit que permet la libéralisation financière, bon nombre d'acteurs de marché parmi les plus spéculatifs, n'auraient pu bénéficier du volant de liquidités permettant de contrôler un important volume d'actifs. Pour information, les marchés financiers jouaient un rôle marginal dans le fonctionnement des économies européennes à la fin des années 1970. Tel n'est plus le cas aujourd'hui puisque les années 1990 et 2000 sont caractérisées par le développement et l'éclatement de bulles correspondant à une situation d'essor incontrôlé des marchés d'actifs financiers. En réalité, la libéralisation des marchés financiers a permis l'éclosion de structures d'échange opaques au profit d'« un nombre restreint d'opérateurs transnationaux qui peuvent maintenant contrôler tous les profits générés par la finance : comme originateurs organisant les émissions, comme opérateurs pour compte

---

<sup>46</sup> Forbes, *Bear Market Is Over—BoFA Declares—But These Are The Warning Signs Others Are Watching*, édition mise en ligne du 9 juin 2023. Date de consultation : 14

<sup>47</sup> Federal Reserve of Saint Louis, *Large & Small Domestically Chartered Commercial Banks, total assets*, mai 2023.

propre, collecteurs d'ordres, actionnaires des bourses et des plateformes alternatives, et comme conservateurs »<sup>48</sup>.

Pour en revenir à la conjoncture aux Etats-Unis, quand bien même l'impact de la crise en cours sur le système financier global ne se caractérise pas par la même intensité que celle de 2007-2009, il s'en suivra un resserrement du crédit susceptible de faire pression à la baisse sur le taux de croissance. De surcroît, les banques régionales, en cas de fortes perturbations, vont devoir essayer des dépréciations de portefeuille qui seront, dans de nombreux cas, susceptibles de déclencher des vagues de faillites. Des épisodes de perte de confiance de la part des déposants se solderont par des vagues de panique bancaire traduisant le désarroi des clients (personnes privées comme morales) qui décident alors de sauver leur mise en vidant leurs comptes (dans le jargon, on parle de *bank run*). Ce cas de figures a toujours posé un problème de taille aux banques. En effet, leur métier consiste à prêter à long terme avec de l'argent déposé à court terme. En cas de *bank run*, les banques, à court de liquidité, sont dans l'impossibilité structurelle de supporter la sortie simultanée de tous leurs clients.

On a déjà pu observer une situation de ce type aux Etats-Unis au cours du premier trimestre de cette année. En cas de tensions déstructurantes sur l'immobilier professionnel américain, les banques régionales US, qui détiennent 80% de l'encours de la dette liée à l'immobilier professionnel du pays, pourraient bien connaître le même sort que la Silicon Valley Bank (SVB) au cours des prochains mois. La réponse du gouvernement US, lorsque SVB a été frappée de plein fouet par un *bank run* a consisté à garantir le retrait de l'intégralité des dépôts. Peine perdue puisque les clients sont quand même partis en fin de compte et que SVB a fait faillite.

De toute manière, une crise systémique des banques régionales ne pourra qu'entraîner un effet en retour particulièrement violent pour l'économie américaine. En effet, les actifs des banques régionales du pays équivalaient à 6.572 milliards de dollars en mai 2023 (contre 13.376 milliards pour les grandes banques du top 25). On voit mal comment le capital bancaire concentré du top 25 US pourrait, à lui seul, sauver la totalité du système par un processus classique de centralisation du capital, ce qui a été pratiqué jusqu'à présent.

Les nouvelles directives réglementaire bancaires mondiales obligent, en effet, les banques à disposer d'un volume de capitaux propres en face de leurs actifs. Nous venons de voir que les actifs des banques régionales représentaient 32,95% des actifs financiers nationaux. Si le choc en retour des ennuis de solvabilité de l'immobilier commercial sur les bilans des banques régionales prend une tournure importante, les majors du secteur vont devoir être recapitalisées pour absorber des établissements zombies dont la rentabilité restera problématique à moyen terme. L'affaire n'aura rien d'une sinécure car qui serait assez fou sur les marchés pour financer une opération à ce point hasardeuse ?

Alors que l'économie nationale au Etats-Unis présente des tendances inflationnistes plus marquées, une baisse des taux d'intérêt par la Fed pour soutenir le système financier en cas de

---

<sup>48</sup> Hautcoeur, Pierre-Cyrille; Lagneau-Ymonet, Paul; Riva, Angelo, « Les marchés financiers français : une perspective historique » in *Les Cahiers français*, n°361, mars-avril 2011, la Documentation Française, p.11.

crise structurelle pourrait, en fin de compte, poser autant de problèmes qu'elle n'en résoudra. En tout état de cause, si les Etats-Unis choisissent cette option, ils devront pouvoir compter sur le reste du monde qui devra continuer à assurer la liquidité sur la dette US en dépit de la baisse des taux. Vu l'importance du dollar dans les échanges internationaux, il est probable que cette solution soit acceptée, bon gré mal gré, par les pays émergents mais elle posera les bases d'un renforcement du scénario de dédollarisation de l'économie mondiale.

En ce qui concerne le troisième souci de taille pour l'économie américaine (à savoir les émetteurs d'obligations hautement spéculatives), il est clair que les sociétés dont la notation est inférieure à la qualité d'investissement et qui ont bénéficié de coûts d'emprunt relativement bon marché sont désormais confrontées à un environnement de financement bien différent. En effet, les agents qui ont besoin de se refinancer seront de plus en plus nombreux à se heurter à un mur dans les mois à venir. A ce propos, on ne se réjouira pas trop vite du fait de la pause de la hausse des taux décidée en juin de cette année par la Fed dans la mesure où d'une part, le niveau des taux reste élevé et d'autre part, il n'en est rien acquis que le mouvement de relèvement ne reprendra pas en juillet de cette année.

Au total, nous avons repéré des facteurs objectifs de fragilisation de l'économie américaine. Si l'on ajoute à cela la faiblesse structurelle de la croissance du PIB en Europe (+0,5% pour 2023), on peut comprendre que le monde émergent ne considère plus guère l'Occident comme étant particulièrement crédible dans son projet d'hégémonie au cœur du système des relations internationales depuis la fin de la Guerre froide. Pour plus de précisions en ce qui concerne l'Europe, l'espérance d'un rebond vigoureux dans les années qui viennent semble particulièrement illusoire.

En effet, le choc énergétique lié à la guerre en Ukraine pèse encore sur le moral des ménages, ce d'autant que la faiblesse des cours, cette année, était liée à un hiver exceptionnellement doux. Il s'agit là d'un élément parfaitement aléatoire ne correspondant en rien à un élément rassurant de politique publique. Nul ne s'en étonnera, dans ces conditions, de la frilosité des ménages européens du côté des dépenses de consommation.

Et c'est dans ce contexte que la BCE priorise la lutte contre l'inflation, fidèle en cela à son mandat, avec nonobstant pour conséquence un dommage collatéral du côté de la confiance des consommateurs. Ainsi donc, l'Europe est entrée en récession au mois de juin de cette année puisque le PIB a reculé de 0,1% au cours des deux trimestres précédents. Si l'on analyse les points noirs de l'économie européenne, on retrouve clairement la consommation qui est en baisse continue depuis le dernier trimestre 2022. Pour l'heure, ce sont les exportations qui permettent à l'Europe de tenir le coup, en raison de la diminution des importations qui reflète le manque d'enthousiasme des consommateurs.

Bref, l'Occident n'est guère fringant en ce moment. Ne soyons cependant pas mécanique et manichéen dans l'analyse. En effet, la Chine doit également faire face à un certain nombre de difficultés, et non des moindres.

## *Du côté de l'Empire du Milieu*

Il y a quelques semaines, un consensus avait émergé chez les analystes pour prédire un retour en force de l'économie chinoise. Or, ce n'est pas précisément ce qu'on observe pour le moment.

A la mi-juin de cette année, la banque centrale chinoise abaissait son principal taux directeur pour la première fois en l'espace d'une dizaine de mois suite à la diffusion de données jetant le doute sur les perspectives de reprise post-Covid dans un pays qui a été durement frappé par la diffusion du coronavirus. Et c'est ainsi que la Banque Populaire de Chine (BPC) a réduit son taux de facilité de prêt à moyen terme de 2,75 à 2,65%. Il s'agit, en l'occurrence, d'un taux d'un an qui exerce une influence déterminante sur les coûts de financement des banques.

Ce choix de politique monétaire constitue un signal clair de ce que les autorités chinoises s'inquiètent au sujet de la conjoncture économique. A l'origine, l'abandon de la politique « zéro Covid » devait se traduire par un regain de croissance comparable aux rebonds signalés en Europe et aux Etats-Unis après que les autorités aient complètement déconfiné leurs économies. Cependant, contrairement à ces anticipations, la croissance chinoise est restée faible. En cause, un ralentissement du secteur immobilier, un affaiblissement de la demande pour les productions chinoises des consommateurs occidentaux en proie à une remontée de l'inflation imposant de sérieuses contraintes à leur pouvoir d'achat mais également un manque de confiance de la part des entreprises et des consommateurs en Chine. On reviendra par la suite sur ce faisceau susceptible de décrire, à défaut d'expliquer complètement, la détérioration de la conjoncture en Chine.

On notera également que cette baisse des taux est intervenue après que la Banque Populaire de Chine ait abaissé quelques jours auparavant, de manière plutôt inattendue d'ailleurs, le taux de prise en pension à sept jours des titres des banques désireuses de se refinancer auprès de la BPC. Il s'agit là d'une manière d'augmenter la liquidité du secteur financier local. De surcroît, les autorités ont mis au point un programme de mesures d'allègement fiscal afin de soutenir les entreprises du pays.

Les commentateurs prévoient, d'ailleurs, que le gouvernement débloquera au cours des prochains mois davantage de moyens, destinés tantôt au développement des infrastructures tantôt au soutien des pouvoirs locaux, qui ont subi une grande partie des coûts de la stratégie « zéro Covid » depuis 2020 et sont devenus, depuis des années, fortement tributaires du développement immobilier pour encaisser des revenus<sup>49</sup>. Dans ce cadre, on ne sait pas encore si le gouvernement chinois va privilégier la piste d'une dévaluation du yuan pour relancer les exportations. Il s'agit en tout état de cause d'une arme à double tranchant.

D'un côté, l'effet bénéfique d'un yuan plus faible face au dollar et à l'euro sur la compétitivité prix des productions chinoises est évident. C'est là le ressort de toute politique de dépréciation monétaire. De l'autre, la politique du yuan faible n'incitera guère les partenaires commerciaux

---

<sup>49</sup> Financial Times, *Chinese economic data fuels gloom over recovery*, édition mise en ligne le 15 juin 2023.

de Pékin à être réglés en devises chinoises. Du point de vue de l'internationalisation du yuan, c'est évidemment une donnée problématique.

Il semble que pour l'heure, le gouvernement chinois ait choisi d'opérer un repli, sans doute stratégique, en ce qui concerne l'internationalisation du yuan. On lit peu le China Daily sous nos latitudes. C'est un tort. Parcourir les pages du China Daily, puisque ce dernier appartient au Département « Propagande » du Parti communiste chinois (PCC), c'est s'offrir la possibilité à finalement fort peu de frais d'être informé du regard que porte le parti dirigeant d'une composante essentielle de l'architecture des relations internationales contemporaines sur son environnement extérieur. En parcourant les pages du China Daily édité et mis en ligne le 7 juillet de cette année<sup>50</sup>, on pouvait lire une prise de position rédigée par un chercheur associé à l'Institut d'économie et de politique internationales de l'Académie chinoise des sciences sociales, analyse d'évidence pleinement avalisée par le PCC. Selon cette source, l'essor de la puissance économique de la Chine dépendant de la croissance de son commerce extérieur ainsi que de la vigueur de ses investissements contribueront incontestablement à internationaliser le yuan.

Cependant, à l'heure actuelle, en raison de la position forte du dollar américain, de l'immaturité des marchés financiers nationaux (en ce compris, les plateformes d'échange offshore du yuan), de l'insuffisance des fonctions de paiement et de tarification dans la devise nationale chinoise (par exemple, la part de la monnaie chinoise dans les réserves de change mondiales est encore très inférieur à son poids dans le panier de devises de référence du FMI) mais également de la complexité de l'environnement international, la poursuite de l'internationalisation de la monnaie chinoise peut et doit être mise en pause. En outre, les accords d'échange de devises via des currency swaps ne sont pas encore massivement activés dans la mesure où les yuans effectivement utilisés via ce canal ne représentent qu'environ un dixième du montant total couvert par ces accords.

A ces difficultés, s'ajoute également le fait qu'en raison de l'ouverture incomplète du compte de capital chinois, l'approvisionnement en yuans offshore s'effectue quasi exclusivement par le biais du commerce extérieur au bénéfice des rares pays acceptant, jusqu'à présent, d'être payés dans la devise de la République Populaire de Chine. Cependant, l'important excédent commercial de la Chine qui place Pékin davantage en position d'absorbeur que d'injecteur de liquidités au niveau mondial complique quelque peu l'extension de l'offre de yuans de façon à pouvoir répondre à la demande du marché offshore. Cet élément ne constitue pour autant pas le seul inconvénient structurel bloquant, pour l'heure, la diffusion du yuan à l'échelle mondiale. En effet, le développement encore limité des marchés financiers en Chine continentale (qui est, soyons de bon compte, loin de constituer une priorité en termes de droit au développement) conduit parfois à ce que, faute de chambres de compensation structurées, des défauts de paiement sur certaines obligations se produisent parfois. De plus, l'internationalisation du yuan pourrait s'accompagner de flux de capitaux à court terme plus importants et plus fréquents, entraînant des risques financiers plus complexes. Cette configuration nécessite sans doute, pour l'heure, d'accorder, du point de vue de la

---

<sup>50</sup> China Daily, *The means not the end*, édition mise en ligne du 7 juin 2023. Date de consultation : 8 juin 2023.

planification économique, une importance, somme toute, secondaire à l'internationalisation du yuan.

De toute manière, la poursuite de cette dernière dépend de la capacité de la Chine à maintenir une croissance économique soutenue, y compris du côté du niveau général des prix. Et c'est bien sur cet aspect qu'il convient aujourd'hui de mettre l'accent vu la configuration particulière de la conjoncture en Chine. La chose paraîtra sans doute surprenante pour un lecteur européen mais la préoccupation qui domine pour l'instant à Pékin correspond à la possibilité que le pays entre en déflation. Pour rappel, la déflation désigne le cas de figures opposé de l'inflation puisqu'elle renvoie à une baisse du niveau général des prix. D'où provient cette singularité?

La remontée des taux en Europe et aux Etats-Unis a commencé à peser sur les taux de croissance. Outre-Atlantique, le PIB réel des États-Unis, au premier trimestre de 2023, a augmenté à un taux annualisé de 1,1 %, selon l'estimation initiale du Bureau of Economic Analysis (BEA), en baisse significative par rapport à la croissance de 2,6 % au quatrième trimestre de 2022. La situation européenne, comme vu auparavant, est encore plus clairement maussade puisque la zone euro est entrée en récession technique au cours du mois de juin de cette année. Lorsque deux moteurs de l'économie mondiale tels que l'Europe et l'Amérique du Nord commencent à montrer des signes de faiblesse, c'est inévitablement par effet de ricochet toute l'économie mondiale qui en pâtit. La faiblesse relative de la demande de produits industriels qui en résulte a frappé de plein fouet les industries exportatrices de l'atelier (chinois) du monde. Cet élément de détérioration frappe de retour les pays producteurs de matières premières<sup>51</sup>.

Puisque les équipements industriels chinois sont moins sollicités par la demande extérieure, la demande de matières premières entrant dans les procès de production en Chine diminue. Par conséquent, les prix des produits finis s'orientent à la baisse. Et la boucle déflationniste de s'installer dans la mesure où elle est favorisée à la fois par des facteurs de demande et d'offre. Les choses ne s'arrêtent pas là. En effet, le niveau global des exportations de l'Empire du Milieu a tendance à se tasser ces derniers mois.

Ce faisant, les rentrées permettant de refinancer les promoteurs immobiliers du pays. Quand on sait à quel point l'immobilier a tiré la croissance en Chine vers le haut depuis les grands plans de relance adoptés à partir de 2008, il s'agit là d'une donnée assez déstabilisante pour l'économie de l'Empire du Milieu. Dans ces conditions, on peut gager que les remous du secteur immobilier chinois continueront à mobiliser l'attention des analystes des économies émergentes au cours des semaines et mois à venir. Et il y a objectivement de quoi.

Par exemple, en avril de cette année, Country Garden, le plus gros promoteur de Chine, a annoncé des pertes record pour l'équivalent de 800 millions d'euros en 2022. Les difficultés sur le front des exportations compliqueront la vie à un secteur déjà mis sur la sellette par les autorités qui depuis 2020, ont procédé à un durcissement réglementaire conséquent en

---

<sup>51</sup> La Tribune, *La Chine au bord de la... déflation*, édition mise en ligne le 9 juin 2023. Date de consultation: 16 juin 2023.

réduisant l'accès au crédit pour les promoteurs. En outre, les graves difficultés d'Evergrande ont refroidi les enthousiasmes des acheteurs, ce qui a évidemment contribué à aggraver les difficultés du secteur<sup>52</sup>.

Spontanément, lorsqu'un tissu productif présente des tendances aussi manifestement déflationnistes, la suite des événements, si on laisse la situation se régler par elle-même, est bien connue : une partie des producteurs va se retrouver au rebut. C'est ce qui se passerait dans une économie régie selon les postulats de politique économique typiques du néolibéralisme. Il se trouve que le profil des politiques publiques en Chine n'est définitivement pas celui-là. En effet, la Chine continentale est régie selon les principes d'un capitalisme d'Etat, soit un cadre qui favorise et revendique une forte composante de dirigisme économique.

Voilà pourquoi le gouvernement a décidé de prendre les taureaux par les cornes en réduisant à la mi-juin 2023, son taux d'intérêt directeur à un an (il s'agissait de la deuxième baisse en une semaine) après qu'une série de données officielles ait brossé un tableau assez sombre de la reprise post-Covid dans la deuxième économie mondiale. En cause notamment, le taux de chômage des jeunes en milieu urbain qui a atteint un nouveau sommet en mai de cette année (20,8%). Il s'agit d'une légère hausse par rapport aux données d'avril, qui montraient que le taux de chômage des personnes âgées de 16 à 24 ans avait déjà atteint à cette époque le seuil critique de 20,4%<sup>53</sup>. Cet indicateur, important pour rendre compte de la cohésion sociale du pays, bat donc record sur record et c'est évidemment un gros problème.

Aussi, dans les mois qui viennent, le gouvernement chinois va-t-il mettre le bleu de chauffe pour relancer son économie. La priorité ne sera sans doute plus donnée à une internationalisation à marche forcée du yuan. Pour autant, on ne doit pas croire que le bras de fer monétaire avec les Etats-Unis prendra fin comme par enchantement. Rappelons-nous à ce propos le krach chinois de 2015. A cette époque, les autorités chinoises, pour faire face à une crise résultant d'une gestion trop laxiste du secteur immobilier, ont, avant de serrer la vis, procédé à une dépréciation du yuan face au dollar afin de relancer les exportations. En a-t-il résulté une diminution des prétentions du gouvernement chinois à voir le yuan jouer un rôle plus important en tant que devise de référence ?

Que nenni car depuis cette époque, nous avons vu que le yuan est entré dans le panier de devises du FMI. Ses progrès ne se sont pas ailleurs pas limités à ces seuls aspects institutionnels puisque la part occupée par le yuan dans les transactions internationales a également augmenté. Le yuan bénéficie donc aujourd'hui d'une crédibilité suffisamment importante pour s'imposer comme devise de références dans un certain nombre de transactions. La tendance est très nette depuis une petite dizaine d'années. Alors qu'avant 2010, la place du yuan était anecdotique voire quasi nulle dans les transactions internationales, on pouvait constater avant que n'éclate la guerre en Ukraine que « selon les

---

<sup>52</sup> Les Echos, *Immobilier : pertes record pour le plus gros promoteur de Chine*, édition mise en ligne du 30 mars 2023.

<sup>53</sup> Les Echos, *Face au risque d'une rechute de son économie, Pékin entame une timide relance*, édition mise en ligne du 15 juin 2023. Date de consultation : 17 juin 2023.

statistiques de SWIFT, la part de l'utilisation du yuan (RMB) dans les paiements internationaux a augmenté à 2,7% en décembre 2021, dépassant le yen japonais (JPY) en tant que quatrième devise de paiement la plus active dans le monde, et a encore augmenté en janvier 2022 pour atteindre un niveau record de 3,2 % »<sup>54</sup>. Depuis, cette proportion n'a fait que s'accroître du fait du renforcement des liens avec la Russie alors que cette dernière était sanctionnée par les Occidentaux.

Cette vigueur, intrinsèquement liée à la montée en gamme des productions industrielles chinoises (pendant que des régions entières d'Europe occidentale se désindustrialisent), explique sans doute pourquoi l'Argentine, en proie à la crise que l'on connaît, assistera à la réunion (virtuelle) des Brics du 24 juin 2023. Outre les dirigeants des pays membres des Brics, douze chefs d'Etat et de gouvernement ont été conviés à la réunion. Le président argentin Alberto Fernández figure sur cette liste au côté notamment des chefs d'État d'Indonésie, d'Égypte, du Kazakhstan, du Sénégal, de Thaïlande et de l'Algérie. Auparavant, Pékin avait annoncé son appui à la demande l'admission de l'Argentine au sein des Brics<sup>55</sup>.

La chose a été clairement enregistrée par les Etats-Unis. L'élargissement des Brics correspond à une dynamique géopolitique et géoéconomique qui présente de nombreux risques pour les États-Unis en Amérique latine. « Les États-Unis comprennent que l'expansion des Brics en Amérique latine pourrait servir les intérêts de la Chine et de la Russie dans la région »<sup>56</sup>, ce qui implique de menacer, à terme, l'hégémonie du billet vert dans la région. Voilà pourquoi sans doute des alliés des Etats-Unis boudent aujourd'hui les organismes multilatéraux dans lesquels ils doivent cohabiter avec les autorités chinoises. C'est ainsi qu'à la mi-juin de cette année, le Canada a décidé de suspendre ses liens avec l'Asia Infrastructure Investment Bank (AIIB), une banque asiatique de développement à capitaux publics, car d'après Ottawa, le Parti communiste chinois était trop infiltré dans l'institution<sup>57</sup>.

La question de l'internationalisation du yuan revêtira un caractère de plus en plus stratégique à l'avenir dans la mesure où la devise chinoise sape les fondements de la domination états-unienne. En effet, son utilisation permet de contourner les sanctions édictées par Washington. Déjà, on note que des pays pas franchement opposés aux Etats-Unis, lorsqu'ils désirent s'éloigner des recommandations de l'Oncle Sam, n'hésitent plus à utiliser la devise chinoise pour vivre leur petite vie le plus librement du monde dans leur coin. A la mi-juin de cette année, par exemple, le Pakistan, pourtant en voie de rapprochement avec les Etats-Unis, a

---

<sup>54</sup> Portail de l'Intelligence Economique, *La Chine réaffirme sa stratégie d'internationalisation du yuan par la dédollarisation de l'économie chinoise*, 29 novembre 2022. Date de consultation : 6 juin 2023. URL : <https://www.portail-ie.fr/univers/blockchain-data-et-ia/2022/la-chine-reaffirme-sa-strategie-dinternationalisation-du-yuan-par-la-dedollarisation-de-leconomie-chinoise/>

<sup>55</sup> *Ámbito Financiero*, *Argentina consiguió el respaldo de China para ingresar a los BRICS*, édition mise en ligne du 7 juillet 2022.

<sup>56</sup> *El Economista*, *Estados Unidos ve expansión de BRICS como una amenaza geopolítica*, édition mise en ligne du 24 mars 2023.

<sup>57</sup> *La Nación*, *La Argentina promete, pero el mundo ya no le cree*, édition mise en ligne du 16 juin 2023.

décidé de régler ses importations de pétrole russe, un thème sensible par les temps qui courent, en yuans plutôt qu'en dollars<sup>58</sup>.

Une bataille ne fait que commencer. Au cours de l'histoire, le passage d'un hegemon à un autre s'est le plus souvent produit sur fond de soubresauts, parfois, hélas, violents<sup>59</sup>. Or, l'histoire est maîtresse de vie. A méditer donc...

---

<sup>58</sup> Business AM, *La dédollarisation s'étend désormais au Pakistan : le pétrole russe est payé en yuans chinois*, article mis en ligne le 14 juin 2023.

<sup>59</sup> Gilpin, Robert, *War and Change In World Politics*, Cambridge University Press, Cambridge, 1981